

Cambios en la propiedad accionarial y el gobierno de la empresa: una revisión

BELÉN DÍAZ DÍAZ

Profesora Asociada II. Universidad de Cantabria

MYRIAM GARCÍA OLALLA

Catedrática de Economía Financiera. Universidad de Cantabria

RESUMEN

La evidencia empírica ha puesto de manifiesto el efecto positivo que se deriva de las reestructuraciones accionariales cuando se espera una mejor supervisión y gobierno de la empresa con la nueva estructura de propiedad resultante (hipótesis de supervisión). Así, tanto en operaciones que suponen un cambio directo en la propiedad accionarial (exclusión de bolsa, OPA, venta de bloque accionarial, OPVs, privatizaciones) como un cambio indirecto (splits, recompra de acciones y desregulación), la hipótesis de supervisión condiciona el precio de la operación a priori y el rendimiento obtenido a posteriori. La revisión realizada en este estudio permite extraer dos conclusiones principales: i) la estructura accionarial existente antes y después de determinadas operaciones en el mercado de capitales afecta a la valoración de las mismas, y ii) la estructura accionarial resulta relevante no sólo por sus consecuencias sobre el «gobierno» de la empresa sino también por los efectos informativos que supone.

ABSTRACT

Empirical evidence has shown the positive effect derived from ownership changes when a better monitoring and governance is expected with the new ownership structure (monitoring hypothesis). When there is direct change in ownership (due to going private transactions, sale of a block, Initial Public Offerings, privatisation) or an indirect change (due to splits, stock repurchases and deregulation), monitoring hypothesis influences the price of the operation and the ex-post return obtained. Our review allow us to establish two main conclusions: i) ownership structure of the firm before and after certain operations affects their valuation, and ii) ownership structure is relevant not only because of its consequences over corporate governance but also because its informative effects.

1. INTRODUCCIÓN

La hipótesis de supervisión de la propiedad accionarial planteada tradicionalmente en la literatura financiera considera una estructura de propiedad estática y su influencia en un momento puntual sobre las estrategias directivas. Sin embargo, nos enfrentamos a un entorno dinámico en el que la globalización, la internacionalización y la búsqueda de eficiencia en entornos cada vez más competitivos, están suponiendo modificaciones en los estatutos de las empresas, en la regulación en general y, en definitiva, en la composición del accionariado y las condiciones necesarias para el ejercicio de su función supervisora.

En este sentido, las tomas de control (ya sean a través de fusiones, ofertas públicas de adquisición o compras apalancadas) han sido una de las principales estrategias para modificar la estructura accionarial de la empresa, pero no las únicas. Las Ofertas Públicas de Venta, el proceso de privatizaciones o incluso la división y la recompra de acciones han sido también aludidas como posibles razones que contribuyen a la modificación de la composición del accionariado, con los consiguientes efectos sobre la función supervisora ejercida y la transmisión de información al mercado.

Así, las variaciones en la estructura de propiedad de la empresa que dan lugar a una mayor concentración del accionariado incrementan los beneficios derivados de la supervisión así como los costes derivados de la pérdida de liquidez y menor diversificación de riesgos. Por otro lado, el efecto informativo que se transmite a través de la concentración se traduce en una señal de la confianza depositada en la empresa, que puede provocar un incremento del valor de la misma que favorece a todos los inversores.

En España, conscientes de la importancia de la propiedad en la empresa, hemos asistido en los últimos meses a la aprobación de medidas de blindaje de los directivos o de protección o defensa ante los cambios de propiedad, entre los que cabe señalar: limitación del derecho de voto independientemente del porcentaje de capital que se posea; exigencia de mayorías cualificadas (80% o más) para determinados acuerdos del consejo como fusión, escisión, o cambio en los estatutos de los consejos; y la imposición de determinadas condiciones para ser consejero, como un número mínimo de años como accionista u otras características.

La evidencia empírica ha puesto de manifiesto el efecto positivo que se deriva de las reestructuraciones accionariales cuando se espera una mejor supervisión y gobierno de la empresa con la estructura de propiedad resultante (hipótesis de supervisión). Así, tanto en operaciones que suponen un cambio directo en la propiedad accionarial (exclusión de bolsa, OPA, venta de bloque accio-

narial, OPVs, privatizaciones) como un cambio indirecto (splits, recompra de acciones y desregulación), la hipótesis de supervisión condiciona el precio de la operación a priori y el rendimiento obtenido a posteriori. En este contexto, el objetivo de nuestro trabajo es analizar la importancia de la estructura accionarial inicial y resultante en la valoración de operaciones en el mercado de capitales que suponen cambios de propiedad.

El trabajo se estructura de la siguiente manera. En primer lugar, se analizan las operaciones que suponen cambios directos de propiedad. A continuación, en el apartado 3 se introducen aquellas operaciones que suponen cambios indirectos en la estructura accionarial. Por último, se plantean las principales conclusiones obtenidas del análisis.

2. CAMBIOS DIRECTOS DE LA PROPIEDAD

2.1. Ventas públicas y ventas privadas de títulos

El procedimiento utilizado para la realización de una venta de títulos mediante su colocación pública o privada ejerce efectos diferentes sobre la estructura de propiedad de la empresa y, en consecuencia, son valoradas de manera distinta por el mercado.

La venta privada coloca un bloque de acciones en un determinado individuo y diluye el poder de voto de los accionistas actuales, mientras que en la venta pública sólo se produce el segundo de estos efectos puesto que va destinada a un gran número de accionistas. La reacción de los precios de los títulos ante ambas operaciones ha sido diferente, poniendo de manifiesto la importancia de la estructura accionarial a la hora de valorar la empresa. En particular, algunos autores han observado en el mercado americano una disminución en la riqueza del accionista ante el anuncio de una nueva emisión de títulos de un 3% y un aumento en la riqueza del accionista en un 4,5% en la venta privada (Hertzel y Smith, 1993).

El rendimiento anormal positivo observado en las ventas privadas, o el descuento que acompaña a esta colocación de títulos que da lugar a una mayor concentración del accionariado, se puede justificar de acuerdo con dos hipótesis fundamentales: la hipótesis de supervisión y la hipótesis de información. La *hipótesis de supervisión* sugiere, que el descuento en la colocación privada refleja la compensación a los inversores por los servicios de supervisión esperados mientras que los rendimientos anormales que acompañan a dicha venta privada reflejan los beneficios esperados del incremento de supervisión.

Por su parte, la *hipótesis de información* establece que el descuento refleja los costes en los que incurren los inversores privados para valorar la empresa y los rendimientos anormales reflejan la información interna favorable acerca de la empresa. Hertzel y Smith (1993), continuando con el trabajo de Wruck (1989), encuentran evidencia consistente con ambas hipótesis, dado que aquellas empresas con mayor concentración accionarial después de la venta (representativa de la mayor supervisión esperada) y de menor tamaño (representativo de la mayor asimetría informativa) resultaron ser las que presentaban mayores rendimientos anormales.

2.2. Cambio de una estructura dispersa de propiedad a una estructura concentrada de propiedad mediante la salida de bolsa

La salida de bolsa de una empresa da lugar a una transformación de su accionariado dando lugar a una estructura más concentrada, de manera que esta clase de operaciones pueden justificarse por la necesidad de tener un accionariado menos disperso, para reducir los problemas de agencia.

En este sentido, la salida de bolsa de la empresa ha sido justificada por Lehn y Poulsen (1989) a través de los problemas de agencia asociados a los flujos de libre disposición utilizando una muestra de 236 empresas. Además, estos autores encuentran que la prima pagada a los accionistas es una función positiva de los flujos libres, siendo esta relación más significativa cuando los administradores poseen poco capital antes de la operación (costes de agencia mayores) y cuando el temor a una adquisición hostil era mayor, ya que los empresarios tendrían un mayor incentivo para frustrar la oferta hostil pagando el exceso de flujo de caja. Sin embargo, Kieschnick (1998) rechaza las conclusiones alcanzadas por Lehn y Poulsen analizando los mismos datos, estableciendo que los flujos de libre disposición no aumentan la probabilidad de que se pase de una estructura más dispersa de propiedad a una más concentrada, sino que encuentra otros factores que van a afectar a este proceso, como son el tamaño de la empresa, la reducción impositiva y el crecimiento. Por lo tanto, rechazan la hipótesis de supervisión de la propiedad como explicación al incremento en la concentración.

2.3. La concentración a través de las tomas de control

Los accionistas con participaciones no significativas en la empresa, que normalmente no tienen cabida en el Consejo de Administración y carecen de incentivos para soportar los costes de supervisión de la actuación de los directivos,

tienen un mecanismo de control indirecto que consiste en la venta de su participación en el mercado de capitales.

Ante esta situación, los directivos tenderán a actuar en favor de los accionistas, dado que la disminución del valor de las acciones en el mercado aumenta la probabilidad de que se produzca una «toma de control»¹ o cambio en la propiedad de la empresa que podría perjudicar al directivo.

En Estados Unidos y el Reino Unido, dos de los países donde la concentración de la propiedad es menos corriente, se ha implantado este mecanismo con fuerza para consolidar la propiedad (Franks y Mayer, 1990). En una toma de control hostil típica, el tomador realiza una oferta a los accionistas dispersos de la empresa objetivo y si aceptan esta oferta, adquieren el control de dicha empresa y pueden reemplazar, o al menos controlar, la dirección.

Las tomas de control pueden ser vistas, por tanto, como un mecanismo que permite una rápida concentración de la propiedad.

La mayor parte de los estudios teóricos y de la evidencia empírica apoya la idea de que las tomas de control se deben a problemas de gobierno. Generalmente, estas tomas de control incrementan el valor combinado de la empresa objetivo y de la empresa adquirente, lo cual es representativo del incremento que se espera en los beneficios una vez que la operación se lleva a cabo (Jensen y Ruback, 1983). Además, la empresa objetivo suele tener rendimientos reducidos antes de la adquisición (Mork, Shleifer y Vishny, 1988 y 1989) y sus directivos son sustituidos una vez que la toma de control se produce con éxito (Martin y McConnell, 1991).

Las tomas de control, especialmente si son hostiles, tienden a disciplinar la labor de los gestores. Diversos estudios, han puesto de manifiesto los enormes cambios registrados en el equipo directivo tras el éxito de una OPA hostil; se estima que alrededor del 90% de los consejeros, ejecutivos y no ejecutivos, cesan en los dos años que siguen a la operación. También se ha confirmado la obtención de importantes ganancias por parte de los propietarios de la empresa adquirida (entre el 20% y el 30%) en las semanas inmediatamente posteriores al anuncio de la oferta². Sin embargo, los rendimientos obtenidos por la empresa adquiren-

¹ Las principales formas de tomas de control son las fusiones, las ofertas públicas de adquisición y las compras apalancadas. La fusión consiste en una oferta para comprar una empresa que se le hace a la dirección de la empresa objetivo, y tiende a ser «amistosa». Las ofertas públicas permiten adquirir acciones directamente de los accionistas de la empresa objetivo y son frecuentemente «hostiles» a la dirección de la empresa. Por su parte, la compra apalancada supone la adquisición de una empresa por medio de una operación financiada principalmente con deuda, y la privatiza.

² FERNÁNDEZ (1992) y FERNÁNDEZ BLANCO y GARCÍA MARTÍN (1995), entre otros, consideran el mercado de control de empresas como beneficioso para el accionista y la sociedad en general considerando que estas operaciones aportan un valor añadido.

te pueden variar en función de la identidad de las empresas que participan en la operación, habiéndose observado rendimientos anormales positivos cuando se realiza una adquisición por parte de una empresa extranjera en una empresa americana, siendo estos rendimientos no significativos cuando es la empresa americana la que adquiere la empresa extranjera (Cakici, Hessel y Tandon, 1996).

Sin embargo, frente al papel disciplinario que se asocia a las tomas de control, algunos estudios justifican el incremento en el rendimiento que se produce en la empresa objetivo a través del aumento en el poder de mercado y las economías de escala (Martin y McConnell, 1991 en Estados Unidos y Franks y Mayer, 1996 en el Reino Unido).

Asimismo, recientemente se ha planteado que las tomas de control se producen en respuesta a los cambios sectoriales o a la desregulación y la innovación financiera, con el ánimo de llevar a cabo un proceso de reestructuración para adaptar la empresa a la nueva realidad. Por lo tanto, si estos cambios son una causa de las tomas de control, el rendimiento de la empresa después de que se produzca no tiene por qué aumentar. Muchos autores han relacionado los fracasos empresariales de los años noventa con la actividad de tomas de control que tuvo lugar en los ochenta, lo cual es representativo de que aunque algunos de los procesos se dieron como consecuencia de la ineficiente gestión directiva, la mayoría pudieron ser consecuencia de cambios sectoriales³ (Mitchell y Mulherim, 1996).

2.4. Transacciones con bloques accionariales

La finalidad supervisora del mercado de control societario a través de las Ofertas Públicas de Adquisición ha sido ampliamente estudiado, sin embargo, la existencia de un mercado de control parcial, en el que se realizan adquisiciones de volúmenes de acciones inferiores a los límites establecidos por ley para ejecutar una OPA, hace que este tipo de transacciones cobre importancia no sólo por la transmisión de información que suponen, sino también porque pueden ser consideradas como el primer paso para una toma de control posterior (Barclay y Holderness, 1991) o como inversiones inter-empresas que llevan a un incremento en el valor de las empresas implicadas (Mikkelsen y Ruback, 1985).

³ MITCHELL y MULHERIM (1996) señalan que un anuncio de una toma de control en una empresa incrementa el valor de todos los miembros de dicho sector. El rendimiento anormal ponderado de las otras empresas de la industria resulta ser del 0,5%. Esto sugiere que los miembros del sector anticipan a partir del anuncio de la toma de control que se va a producir una reestructuración en el mismo.

Así, las transacciones con bloques accionariales se han justificado tradicionalmente de acuerdo con tres hipótesis: la hipótesis de supervisión o de reducción de costes de agencia, la hipótesis de beneficios privados y la hipótesis de información que pasamos a comentar a continuación.

a) Hipótesis de supervisión vs. hipótesis de beneficios privados

Los grandes accionistas tienen un incentivo para mejorar la gestión empresarial e incrementar el valor de sus acciones. Sin embargo, junto a esta finalidad supervisora también tienen el incentivo a consumir recursos empresariales a expensas de los accionistas minoritarios. Su poder de voto para alcanzar estos objetivos determina tanto el precio de la venta, como la reacción en el precio de las acciones como consecuencia de la venta.

Si los grandes accionistas son activos en la gestión, los precios de las acciones incrementarán cuando el comprador del bloque sea un supervisor o gestor mejor que el que vende el bloque accionarial. Los incrementos en el valor de la empresa derivados de la mejora en la gestión o supervisión por parte de los grandes accionistas se denominan «beneficios compartidos del control» ya que no están restringidos a los accionistas mayoritarios que los originan sino que afectan a todos los accionistas en proporción a su propiedad en la empresa. El comprador de un bloque accionarial deseará pagar una prima sobre el precio anterior a la venta cuando anticipe que utilizando su poder de voto puede mejorar la gestión empresarial.

El poder de voto que da a los grandes accionistas la capacidad para influir en la gestión también les permite asegurarse unos beneficios empresariales a expensas de los accionistas minoritarios, denominados «beneficios privados del control» ya que sólo irán destinados al accionista mayoritario y podrán ser pecuniarios o no pecuniarios.

El precio después del anuncio refleja los beneficios que se espera obtener con el nuevo propietario por todos los accionistas en proporción a su propiedad. En consecuencia, por un lado, si el precio de venta del bloque es sistemáticamente superior al precio después del anuncio, se debe a que los compradores del bloque anticipan que recibirán beneficios privados. Por otro lado, si el precio de venta es mayor que el precio antes del anuncio, la prima pagada puede reflejar tanto los beneficios compartidos como los beneficios privados.

Por lo tanto, el efecto de una venta de un bloque sobre el precio de las acciones de la empresa, dependerá del valor esperado de las mejoras en la gestión bajo el nuevo propietario mayoritario y de cualquier cambio esperado en los

beneficios privados pecuniarios. Es más, la evidencia sugiere que las primas de los bloques facilitan la transferencia del poder de voto a aquellos que son supervisores y gestores más efectivos, lo que supone un incremento en la riqueza de todos los accionistas.

La creencia de que los accionistas minoritarios son perjudicados por las transacciones de los grandes bloques accionariales, ha dado lugar a una serie de acuerdos y de leyes que restringen los derechos de los compradores de grandes participaciones. Sin embargo, si se restringe la capacidad de estos vendedores para recibir dichas primas, se reducirá la frecuencia con que se venden las participaciones y por lo tanto se negarán a los accionistas minoritarios los beneficios de estas mejoras en la gestión.

Asimismo, la hipótesis de supervisión justifica no sólo la prima que acompaña a la adquisición de un bloque accionarial sino también la reacción positiva de los precios ante un anuncio de cambio de propiedad. En algunos casos, se ha observado que la verdadera ganancia derivada de la venta del bloque accionarial se produce cuando el comprador adquiere el resto de las acciones, por lo que algunas leyes o acuerdos antiadquisición que tienden a retrasar la adquisición de una empresa por parte de un accionista mayoritario pueden reducir la riqueza de los accionistas minoritarios⁴.

b) Hipótesis de información

Si la revelación de información produce cambios en los precios de las acciones y si las partes que intervienen en la negociación de los bloques tuvieran mejor información sobre el valor de la empresa que otros participantes en el mercado, entonces los bloques que son valorados con un descuento sobre el precio de cambio deberían causar disminuciones sobre el precio de los títulos, mientras que los bloques que se valoran con una prima sobre el precio de cambio deberían causar un incremento en el precio de los títulos. Esta hipótesis no se corrobora en el estudio de Barclay y Holderness (1991). Además, si los accionistas mayoritarios invierten basándose en la información superior, esperaríamos una mejora rápida del rendimiento y, sin embargo, las mayores mejoras en la rentabilidad se observan dos y tres años después de la compra del bloque accionarial, como observan Bethel, Porter y Opler (1998).

⁴ Por ejemplo, la Ley Delaware en Estados Unidos permite a los individuos o empresas comprar un gran porcentaje de acciones, pero no permite adquirir el resto de acciones hasta transcurridos 3 años.

No obstante, la posesión de información privilegiada por parte de los internos o de aquellos que pueden tener un mayor acceso a la misma, como los inversores mayoritarios y los institucionales, se ha manifestado en diferentes ocasiones en los mercados. En este sentido, se ha observado, entre otras operaciones, cómo los directivos reciben opciones sobre acciones justo antes de un anuncio de buenas noticias (Yermack, 1997), cómo los internos venden los títulos que poseen en la empresa tres meses antes de que se produzca una mala noticia (Seyhun y Bradley, 1997) y cómo los internos realizan compras de títulos después de anuncios de ganancias desfavorables, sugiriendo que este comportamiento incorpora información que no se revela a través de los anuncios de ganancias (Sivakumar y Waaymire, 1994).

El cuadro 1 recoge la evidencia a favor y en contra de las hipótesis comentadas en relación con las adquisiciones de bloques accionariales.

2.5. Ofertas Públicas de Venta

a) Infravaloración y rendimientos a largo plazo

La estructura accionarial de la empresa ha sido uno de los factores relevantes que justifica la infravaloración en las Ofertas Públicas de Venta (estimada según Rajan y Servaes (1997) en un 10,03%). Por un lado, la infravaloración puede entenderse como el medio para obtener una determinada estructura de propiedad de manera que los internos puedan retener el control debido a la sobresuscripción y al consiguiente prorrateo (Brennan y Franks, 1997). Por otro lado, la infravaloración también puede entenderse como recompensa a los inversores por los costes de información que soportan, mayores cuanto más dispersa se encuentre la propiedad inicialmente (Booth y Chua, 1996).

Asimismo, el escaso rendimiento obtenido a largo plazo en las Ofertas Públicas Iniciales (OPI) se puede justificar desde el punto de vista del gobierno de la empresa a partir de estructura accionarial resultante. En este sentido, la OPI da lugar a una disminución de la propiedad directiva y a una mayor dispersión de la propiedad accionarial, lo que implica a que los intereses de directivos y accionistas estén menos alineados y por tanto se produce una disminución de los rendimientos de la empresa. Mikkelsen, Partch y Shah (1997) no encuentran evidencia de esta hipótesis, puesto que si bien obtienen una disminución en la propiedad directiva desde el año anterior a la OPI hasta diez años después y una disminución en los rendimientos operativos durante el mismo período, no encuentran una relación significativa entre la propiedad directiva y los rendi-

CUADRO 1

Transacciones de bloques accionariales: evidencia de la hipótesis de supervisión, de beneficios privados y de información

Trabajo	Hipótesis	Muestra y Metodología	Bloques accionariales	Resultados
Holderness y Sheehan (1988)	H. beneficios privados: rechazada	114 empresas (31 transacciones) Estudio de sucesos y diferencia de medias	Ventas de bloques accionariales mayoritarios que generalmente supone cambio de identidad del accionista principal, y no incremento de la concentración	El valor de la empresa aumenta un 12% ante un anuncio de adquisición de un bloque accionarial
Barclay y Holderness (1989)	H. beneficios privados: aceptada	63 transacciones OLS	Ventas de bloques accionariales mayoritarios que generalmente supone cambio de identidad del accionista principal, y no incremento de la concentración	Las transacciones de bloques accionariales se producen con una prima del 20% sobre el precio de los títulos después del anuncio
Barclay y Holderness (1991)	H. supervisión: aceptada H. información: rechazada	97 empresas (106 transacciones) Estudio de sucesos y diferencia de medias	Ventas de bloques accionariales mayoritarios que generalmente supone cambio de identidad del accionista principal, y no incremento de la concentración	El valor de la empresa aumenta cuando se transfiere la propiedad a aquellos con mayores habilidades gerenciales y supervisoras. Rendimiento anual acumulado del 5,6%
Barclay y Holderness (1992)	H. supervisión: aceptada H. beneficios privados: aceptada	97 empresas (106 transacciones) Estudio de sucesos y MCO	Ventas de bloques accionariales mayoritarios que generalmente supone cambio de identidad del accionista principal, y no incremento de la concentración	El precio después de la adquisición del bloque accionarial se incrementa, pero no tanto como la prima pagada
Shome y Singh (1995)	H. supervisión: rechazada	92 empresas Estudio de sucesos y MCO	Analiza la formación de nuevos bloques accionariales	Los adquirentes de bloques accionariales no juegan un papel valioso a la hora de limitar la discrecionalidad directiva sobre los FCF
Bethel, Porter y Opler (1998)	H. supervisión: aceptada H. información: rechazada	425 empresas Test de Wilcoxon y regresión logística	Analiza compras de un bloque accionarial por parte de un accionista mayoritario activo, accionista mayoritario financiero, inversores estratégicos e «internos»	Los inversores activos invierten en empresas de bajos rendimientos y su intervención se asocia con mejoras en los resultados
Crespi y Gispert (1999)		113 empresas Probit y Tobit	Analiza adquisiciones accionariales que suponen un incremento en la concentración de propiedad	Mayor probabilidad de adquisición en empresas pequeñas y con propiedad más dispersa. Los menores rendimientos previos no resultan significativos en la probabilidad de adquisición.
Fernández Blanco y García Martín (2000)	No avala ninguna teoría o motivación en particular	132 empresas Estudio de sucesos	Analiza compras de bloques accionariales desde el punto de vista del comprador y del vendedor	Se confirma el efecto informativo del tamaño del bloque accionarial. Ganancias anormales para los accionistas de la empresa objetivo y para la empresa compradora si invierte en el mismo sector.
Fernández Blanco y Baixauli (2000)	Motivo de la adquisición: sinergias. No apoya la h. agencia	58 adquisiciones Estudio de sucesos	Analiza adquisiciones interempresas	Encuentran rendimiento anormal positivo para la empresa compradora y la empresa objetivo

mientos. Consideran que el descenso en el rendimiento refleja la decisión de los internos de venta de acciones después de obtener rendimientos favorables *a priori*, más que como consecuencia de cambios en la propiedad *a posteriori*.

b) Discriminación del accionariado a priori

Es importante diseñar la venta de nuevas acciones con la estructura de propiedad final en mente, así la estrategia óptima de propiedad a seguir en la Oferta Pública Inicial debe ser tal que aumente el valor de todos los accionistas de la empresa, siendo ésta distinta en unos estudios y en otros en función de las hipótesis que se realicen sobre la información. Zingales (1995) en un modelo con información perfecta, pero en el que el vendedor tiene mayor poder de negociación con los inversores pasivos que con los inversores que buscan el control, muestra que la venta de una parte de la empresa a los inversores pasivos en principio y la venta de un bloque accionarial después maximiza el beneficio del vendedor. En el modelo de Mello y Parsons (1998) el vendedor obtiene información valiosa de la venta de acciones a los pequeños inversores que es útil en la negociación de las condiciones de la venta a un inversor activo. Por lo tanto, consideran a la OPI como un mecanismo que ofrece al vendedor información valiosa para fijar las condiciones bajo las cuales el bloque de control será vendido. En el modelo de Zingales la etapa de la OPI puede no ser óptima cuando el valor de los derechos de flujos de caja bajo la dirección del nuevo gran inversor es menor que el valor bajo la dirección del propietario inicial. En el caso de Mello y Parsons, la OPI es siempre una buena elección, ya que ayuda a revelar información sobre la demanda de acciones dispersas y la valoración del mercado de la empresa bajo la nueva dirección del gran inversor. Si este valor es bajo, el propietario actual puede decidir no vender al gran inversor, pero la decisión sólo puede realizarse después de la OPI.

Por el contrario, Stoughton y Zechner (1998) enfatizan la importancia de favorecer a los grandes inversores. Estos autores no consideran el efecto de la asimetría de la información entre los inversores, por lo que el modelo óptimo de propiedad sugerido es el contrario al planteado por Mello y Parsons, dando trato preferencial a los grandes inversores, siempre y cuando la ley lo permita, ya que éstos tienen una mayor capacidad de supervisión de los directivos que el resto de los inversores. Por lo tanto, el valor de la OPI se determina por la estructura de propiedad resultante.

Por su parte, Brennan y Franks (1997) observan cómo el prorrateo de la oferta discrimina en contra de los solicitantes de grandes bloques accionariales y la

mayor infravaloración se asocia con menores bloques accionariales en manos de nuevos inversores. Además, encuentran evidencia de que los directivos venden un porcentaje reducido de sus acciones en el momento de la oferta y en los siete años posteriores mientras que la participación de los no directores es prácticamente eliminada, vendiéndose la mayor parte de ésta a accionistas externos para una muestra de 69 OPIs inglesas.

c) Cambios en el control después de la OPV

La frecuencia de los cambios en el control después de las Ofertas Públicas de Venta en general es un indicador de que el deseo de maximizar los beneficios a posteriori es un incentivo importante para el desarrollo de la OPV a priori. Rydqvist y Högholm (1994) encuentran cambios en el control en el 36% de las OPVs en los 5 años posteriores a la oferta inicial en Suecia. También encuentran que el 34% de las empresas que llevan a cabo una OPV en el Reino Unido son absorbidas en los 5 años posteriores a ésta. Aunque estas cifras sugieren una alta rotación en el control, no prueban que la rotación sea anormalmente alta después de la OPV. Evidencia en este sentido es ofrecida por Pagano, Panetta y Zingales (1998) al comparar la rotación del control después de la OPV con la rotación del control normal que se produce en los mismos años entre las empresas privadas italianas, encontrando que la primera es el doble que la segunda y la diferencia es estadísticamente significativa al 1% de significación.

En resumen, en el cuadro 2 recogemos la evidencia empírica a favor y en contra de la hipótesis de supervisión, de la hipótesis de expropiación o de beneficios privados y de la hipótesis de información, cuando se lleva a cabo un cambio en el accionariado de la empresa, que puede estar motivado por diversas cuestiones como la venta pública de títulos, las salidas de bolsa, el mercado de control societario, el mercado de control parcial y las ofertas públicas de venta.

2.6. La privatización

La privatización no puede entenderse como una mera venta de activos al sector privado. Los problemas de eficiencia que sufre la empresa pública obedecen a su peculiar estructura de propiedad, pero no se resuelven sólo por su cesión al sector privado, ya que la nueva propiedad puede mostrarse más activa en la búsqueda de poder de mercado, sin por ello mejorar sustancialmente la eficiencia

CUADRO 2

Evidencia a favor y en contra de la hipótesis de supervisión, de la hipótesis de expropiación o de beneficios privados y de la hipótesis de información, en diferentes contextos de cambios directos en la propiedad accionarial

Hipótesis	Contexto	Evidencia empírica
Hipótesis de supervisión	Venta pública vs. Venta privada de acciones	<ul style="list-style-type: none"> La colocación privada (más concentración) se realiza con un descuento sobre el precio de mercado debido al servicio de supervisión esperado. El rendimiento anormal positivo que se observa en la colocación privada refleja el beneficio esperado de la supervisión (Smith, 1986; Wruck, 1989; Hertz y Smith, 1993)
	Salidas de bolsa	<ul style="list-style-type: none"> A favor: La prima que se paga por la salida de bolsa (que da lugar a una mayor concentración de propiedad) depende de los flujos de caja libres (mayores costes de agencia), por lo que la concentración es vista como un mecanismo de supervisión que permite reducir los costes de agencia (Lehn y Poulsen, 1989) En contra: Kieschnick (1998)
	Mercado de control societario	<ul style="list-style-type: none"> A favor: Las tomas de control se producen en empresas de gestión ineficiente, observándose un incremento en las ganancias asociadas a la adquisición (Jensen y Ruback, 1983; Gómez Ansón, 1997) En contra: La función disciplinaria de las tomas de control llevaría a pagar una prima superior por aquellas empresas en las que se produce un cambio de los directivos ineficientes después de la adquisición. No se observan diferencias en las primas pagadas si se lleva a cabo cambio o no (Martin y McConnell, 1991; Franks y Mayer, 1996). Otros consideran las tomas de control como respuesta a shocks industriales (Mitchell y Mulherim, 1996).
	Mercado de control parcial	<ul style="list-style-type: none"> A favor: el precio de las acciones se eleva después de la adquisición de un bloque accionarial porque se reducen los costes de agencia asociados a la estructura de propiedad previa (Barclay y Holderness, 1992; Bethel, Porter y Opler, 1998) En contra: Shome y Singh (1995)
	Ofertas Públicas Iniciales	<ul style="list-style-type: none"> A favor: la infravaloración en las OPIs se produce con la finalidad de lograr una mayor dispersión del accionariado de manera que los directivos sigan manteniendo el control observándose generalmente que los directivos y propietarios iniciales venden un porcentaje reducido en la OPI (Brennan y Franks, 1997; Stoughton y Zechner, 1998). El valor de la OPI está en función de la estructura de propiedad resultante En contra: los menores rendimientos de la OPI a L/P se producen por el deseo de los directivos de vender a priori y no por la mayor dispersión accionarial y disminución de la propiedad directiva que se produzca a posteriori (Mikkelsen, Parth y Shah, 1997)
Hipótesis de expropiación o de beneficios privados	Mercado de control parcial	<ul style="list-style-type: none"> A favor: La prima que se paga en la adquisición de un bloque accionarial indica no sólo la posible mejora en la gestión de la empresa que puede conseguirse sino también los mayores beneficios privados que el inversor puede recibir (Barclay y Holderness, 1989 y 1992) En contra: El rendimiento anormal positivo que se observa después de la adquisición de un bloque accionarial que beneficia a todos los accionistas rechaza la hipótesis de que se produzca una expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios (Holderness y Sheehan, 1988)
Hipótesis de información	Venta pública vs. Venta privada de acciones Mercado de control parcial	<ul style="list-style-type: none"> La colocación privada (más concentración) se realiza con un descuento sobre el precio de mercado debido al coste asociado a la valoración de la empresa. El rendimiento anormal positivo que se observa en la colocación privada refleja la información interna favorable (Hertz y Smith, 1993) Si las transacciones con bloques accionariales se basan en la existencia de una información superior debería observarse un rápido ajuste de los precios a dicha información (Rechazada por Barclay y Holderness, 1991 y por Bethel, Porter y Opler, 1998).

interna. Por tanto, todo proceso privatizador debe analizar con detalle la forma en la que la empresa va a ser vendida, con objeto de identificar la estructura de control más adecuada así como a posibles compradores que aporten capacidades técnicas y de gestión. En este sentido, los trabajos de Megginson et al. (1994) y López-de-Silanes (1994) afirman que el cambio hacia esta forma de estructura de la propiedad más eficiente supone una mejora en el rendimiento de las empresas privatizadas.

Los principales mecanismos de privatización son los siguientes: a) la cesión de un paquete significativo a grandes empresas o un grupo de accionistas fijos para que mantengan el plan de empresa. Así, tras la oportuna preselección de los potenciales compradores, normalmente productores de la misma rama de actividad, la operación se cierra con aquel interesado que ofrezca mejores condiciones o garantías, a juicio de los responsables públicos. La experiencia a nivel internacional alerta sobre dos posibles riesgos: la infravaloración de los activos y el favoritismo en la selección del comprador; b) La venta de acciones en el mercado de valores suele emplearse cuando la magnitud de la operación es relativamente modesta. En este caso no se selecciona previamente al comprador sino que se ofertan en Bolsa los títulos, comunicándose posteriormente la operación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores; c) Oferta pública de venta de acciones mediante la colocación atomizada de porciones relevantes del capital social de las empresas privatizadas. La oferta global suele dividirse en un tramo nacional y en varios tramos internacionales, distinguiéndose en el tramo nacional un subtramo general (destinado al público en general) y un subtramo institucional (reservado a inversores institucionales); d) Las ampliaciones de capital no abiertas a la suscripción para los accionistas públicos, que sirve para diluir el control público de la gestión empresarial y no genera ingresos para el sector público, si bien evita a éste la aportación de recursos que financian nuevas y necesarias inversiones; e) Los bonos staff (management buy-out) que consiste en la venta reservada exclusivamente a empleados y jubilados de una empresa pública.

En los países del Este, una forma muy empleada de privatización consiste en el reparto de certificados de privatización (vouchers) entre todos los ciudadanos, que después pueden vender o utilizar para comprar acciones de las empresas privatizadas. Este sistema se ha aplicado en Rumania, la República Checa y Eslovaca y Rusia y sus resultados muestran que no ha creado valor para los accionistas originales ni los ciudadanos, sino que de una forma rápida y arbitraria, favoreció la concentración de la propiedad entre los banqueros y los directivos de las empresas. Otra posibilidad consiste en colocar las acciones de las empresas en manos de holdings o fondos de inversión, cuyas accio-

nes podrán intercambiarse por certificados. Así se está haciendo en Polonia, donde alrededor de 500 empresas públicas están en manos de unos 15 fondos de inversión que deben actuar como accionistas exigentes, introduciendo mejoras en la gestión.

Sin embargo, la utilización de instrumentos como los «núcleos duros» franceses y las «acciones de oro» británicas evidencian cómo los gobiernos se resisten a perder todo control sobre sus empresas. Los núcleos duros son una creación francesa, copiada por España, con el propósito de alcanzar varios objetivos. Primero, se pretende evitar las tomas de control indeseadas, principalmente provenientes de capitales extranjeros. Segundo, se busca contrarrestar los efectos de la dispersión accionarial, producida por una colocación masiva de acciones en los mercados. Tercero, es una forma de resolver el problema de escasez de capital, provocado cuando el mercado de capitales es estrecho. Las empresas que configuran el núcleo duro se erigen en accionistas activos, con el papel de mantener el control sobre los directivos de las empresas privatizadas. Por lo tanto, para evitar los problemas de agencia con los gerentes provocados por la dispersión del accionariado, se asigna un porcentaje del capital fuera del mercado, que oscila entre un 5 y un 15%, a un bloque de accionistas fijos elegidos por la Administración y que se comprometen a mantener su participación durante un número mínimo de años y a revenderla a la empresa en caso de querer desprenderse de ella. El precio es superior al de la oferta pública, puesto que el paquete vendido incluye la posibilidad de ejercer el control. Sin embargo, la creación de un núcleo duro puede imposibilitar que nuevos grupos inversores puedan sustituir a los gestores ineficientes.

Por su parte, las acciones de oro o «golden shares» confieren derechos especiales a su poseedor, la Administración, que puede ejercer en condiciones extraordinarias y por un tiempo limitado, generalmente cinco años, como el veto sobre algunas decisiones o aprobación de cambios en la estructura de propiedad⁵.

Sin embargo, a pesar de los distintos mecanismos de privatización y las medidas del gobierno para mantener el control, la evolución bursátil de muchos de los títulos vendidos en el proceso privatizador ha empeorado⁶, lo que ha provocado un cierto escepticismo entre inversores y analistas. Sin embargo, y aunque los estudios realizados no son del todo concluyentes, parece confirmarse una mejora en el comportamiento y resultados de las empresas⁷.

⁵ Véase ÁLVAREZ y CALLEJA (1995).

⁶ Del mismo modo que ocurría con los rendimientos a largo plazo de las Ofertas Públicas de Venta en general.

⁷ Véase ECKEL, ECKEL y SINGAL (1997).

Según Cuervo (1997), la evolución posterior al proceso privatizador dependerá, entre otros factores, de: a) el correcto funcionamiento de los sistemas de control de los directivos, en concreto de los mercados de capitales, en el caso de que haya una gran dispersión del accionariado, para que aquellos tengan estímulos para un comportamiento eficiente. De ahí que el gobierno incentive una reforma del sistema de supervisión de las empresas, b) el funcionamiento eficiente de los mecanismos reguladores de las suspensiones de pagos y quiebras, que deben servir como estímulo que afecte al comportamiento de los miembros de la empresa y eviten toda operación de renacionalización.

La evidencia empírica y los trabajos teóricos que recogemos en el cuadro 3 muestran la importancia de la estructura accionarial y de los mecanismos de gobierno en el proceso de privatización. Por un lado, el resultado final derivado de la privatización de la empresa se verá condicionado por la señal transmitida al mercado por la retención de propiedad accionarial por parte del estado. Asimismo, la estructura de propiedad resultante condiciona el precio pagado en la privatización. Por otro lado, se observa cómo el éxito de la privatización depende de la utilización de mecanismos de gobierno o de supervisión como la competencia del mercado, los planes de incentivos de directivos y la probabilidad de reemplazo de los directivos no eficientes.

3. CAMBIOS INDIRECTOS EN LA PROPIEDAD

Existen determinadas operaciones en el mercado que pueden provocar un cambio en el accionariado de las empresas que las llevan a cabo, así como shocks del entorno que pudieran también contribuir a dicho cambio. Sin embargo, sus efectos sobre la propiedad accionarial no son una consecuencia directa de la operación en cuestión, sino que se convierte en una cuestión empírica en cada caso, pudiéndose explicar el resultado final de la operación a través de su influencia sobre el accionariado de la empresa. En particular, hemos distinguido tres maneras indirectas de cambio de control.

3.1. Cambios de propiedad después de un split

El desdoblamiento de acciones aumenta la base accionarial de la compañía, al provocar un aumento de los títulos en circulación y, paralelamente, un abaratamiento de su precio. Crece, por tanto, la liquidez bursátil de la empresa, al tiempo que se incrementa el precio de control de la compañía, ya que

CUADRO 3

Relación entre el proceso de privatización y los mecanismos de supervisión y gobierno de la empresa

Estudio	Privatización y supervisión
Goodman y Loveman (1992)	La privatización sólo será eficaz si los directivos tienen incentivos para actuar en interés del público, y como mejor coinciden los beneficios y el interés del público es cuando el servicio o el bien privatizado está en un mercado libre en el que la <i>competencia</i> de otras empresas disciplina el comportamiento de los directivos.
Perotti y Guney (1993)	Las ventas en la privatización se producen de manera gradual y generalmente infravaloradas. Se basan en la confianza que desea transmitir el gobierno, mediante el deseo a <i>retener una participación accionarial</i> (así como a infravalorar) lo que señala una política de futuro más creíble y tranquiliza a los inversores, lo que se convierte en un elemento crucial para el éxito de los programas de privatización.
Wolfram (1995)	Cuando las empresas se privatizan sin que existan grandes inversores, los costes de agencia del control directivo aumentarán, lo que hace necesario un <i>plan de incentivos para los directivos</i> , observándose un incremento en los salarios de los directivos de las empresas privatizadas en el Reino Unido.
Filatotchev (1997)	La privatización debería ser considerada como el comienzo de un proceso de evolución de la empresa a largo plazo en el que la empresa se reestructura y cambia con los sistemas emergentes de <i>gobierno societario</i> .
Cornelli y Li (1997)	Analizan los esquemas óptimos de privatización cuando los inversores extranjeros son los compradores potenciales. El gobierno se enfrenta a un trade-off entre intentar conseguir el mayor beneficio posible (objetivo de «beneficio») e identificar a la empresa que operará mejor en el futuro (objetivo de «eficiencia»). Por tanto, estos autores consideran que las subastas ordinarias no son un mecanismo apropiado, sino que en algunos casos será necesario vender un número de acciones para <i>atraer a los inversores más eficientes</i> .
Dyck (1997)	Para que la privatización tenga éxito, sugiere la importancia del <i>reemplazo de los directivos</i> . (Alemania)
Claessens (1997)	Cuanto más <i>concentrada</i> resulte la propiedad en el proceso privatizador, mayor será el precio pagado por las acciones (se reducen costes de agencia), sobre todo cuando se trata de un inversor único nacional. (República Checa y Eslovaca)
Hingorani, Lehn y Makhija (1997)	Cuanto mayor es la <i>propiedad interna y extranjera</i> que resulte en el proceso privatizador mayor es el precio pagado por las acciones (se reducen costes de agencia). La demanda de acciones está relacionada con el porcentaje de acciones en manos de los internos. (República Checa)

cuanto más amplia sea la base accionarial, más caro es tomar un porcentaje de control.

El aumento de la base de pequeños accionistas puede ser favorable por tres razones. La primera es el prestigio y la confianza que da una compañía respaldada por miles de inversores. La segunda razón estriba en la estabilidad que da la gran masa de pequeños inversores que mantienen sus títulos durante años, lo que ofrece a los gestores un respaldo importante de una parte significativa del capital. Finalmente, la contención de precios ante movimientos especulativos del mercado, ya que si la salida de un accionista con una participación significativa puede provocar un retroceso importante en la cotización, ésta será menor cuanto mayor sea la base de accionistas estables de la compañía (García Machado, 1998).

En concreto, al analizar los efectos de los splits de acciones sobre la estructura de propiedad de las empresa, Mukherji, Kim y Walker (1997) muestran que los splits incrementan el número de accionistas individuales e institucionales, pero no afecta a la proporción de fondos propios que poseen los inversores institucionales, ni a la concentración de la propiedad, no existiendo tampoco un efecto claro sobre la propiedad directiva (Szewczyk y Tsetsekos, 1993).

Estos resultados apoyan la *hipótesis de señales*, que sostiene que las empresas que realizan splits disponen de expectativas positivas todavía no reconocidas por los accionistas, que pretenden transmitir con la operación, al atraer el interés sobre la empresa de analistas e inversores. Así, la señal positiva suministrada por el split debería atraer nuevos inversores a la empresa, incrementando el número de accionistas institucionales e individuales, sin que exista una razón a priori para esperar algún cambio en la proporción de acciones que tienen los inversores institucionales. Este porcentaje cambiará sólo significativamente si los accionistas individuales e institucionales no responden de manera similar a las señales positivas derivadas del split, lo que es una cuestión empírica⁸. Asimismo, el rendimiento anormal ante anuncios de desdoblamiento de acciones, asociado con esta hipótesis de señales, está relacionado positivamente con el nivel de propiedad interna, ya que la señal del split debería ser más creíble y debería tener un mayor efecto en el mercado en aquellas empresas con mayor propiedad interna y mayor asimetría de información entre los internos y los externos (Han y Suk, 1998).

Por otro lado, la *hipótesis de atrincheramiento directivo* (o lo que es lo mismo, la hipótesis de supervisión en sentido negativo) considera el split como una

⁸ Véase MUKHERJI, KIM y WALKER (1997).

estrategia directiva para dificultar las tomas de control mediante la formación de una base accionarial amplia y heterogénea. Así, esta hipótesis predice un aumento en el número de accionistas individuales, un descenso en el número de accionistas institucionales y una disminución en la proporción de fondos propios que tienen los inversores institucionales. Sin embargo, no se ha encontrado evidencia en este sentido.

3.2. Recompra de acciones

Del mismo modo, la compra de acciones propias puede dar lugar a un aumento del valor de la empresa o a una disminución en el mismo según que la recompra se utilice como mecanismo para señalar la calidad de la empresa al mercado o como instrumento para favorecer el atrincheramiento directivo. Es decir, la operación de recompra y el consiguiente efecto sobre la propiedad de la empresa, puede dar lugar a diferentes efectos sobre el valor de la misma, al igual que señalamos para el caso de los splits.

Según la *hipótesis de señales*, los directivos recompran las acciones con una prima sobre el valor de la acción con posterioridad a la recompra, transfiriendo riqueza de aquellos accionistas que no venden a aquellos que sí lo hacen, de manera que se señalice que la empresa está infravalorada. Dann (1981) y Vermaelen (1981) establecen que el precio de recompra es el 22-23% superior al precio anterior al anuncio de la recompra, y el 13% superior al precio después de la recompra (60 días).

Por su parte, la *hipótesis de atrincheramiento* directivo considera que un aumento de la autocartera reduce el porcentaje del capital poseído por los externos y aumenta la participación directiva, incrementándose por tanto el atrincheramiento de la dirección, lo que puede dar lugar a un efecto negativo sobre la cotización. Dittmar (1995) no encuentra relación entre las recompras y la propiedad en manos de los internos. Sin embargo, otros autores como Bagnoli y Gordon (1989) y Sinha (1991) señalan que las empresas compran sus acciones para impedir OPAs. En el caso español, Roper (1997) señala que las compras a corto plazo persiguen defender a las empresas frente a las OPAs, mientras que las compras a largo plazo tratarían de resolver problemas de agencia⁹.

⁹ La compra de acciones propias puede considerarse como un mecanismo de distribución del efectivo de la sociedad alternativo al pago de dividendos que reduce la discrecionalidad directiva y provoca reacciones positivas en el precio de las acciones (FENN y LIANG, 1998).

3.3. Shocks del entorno: la desregulación

La proliferación de la desregulación en la mayoría de los países ofrece la oportunidad de analizar la evolución de la estructura de gobierno y de su adaptación a los shocks del entorno.

Puesto que la desregulación incrementa la discrecionalidad directiva y la sensibilidad del valor de la empresa a la calidad de las decisiones directivas, cabe esperar que varios mecanismos de gobierno cambien bajo este contexto. Según señalan Kole y Lehn (1997), la desregulación puede motivar una mayor concentración de la estructura de propiedad de los fondos propios, un incremento de la remuneración ejecutiva con una mayor proporción de la compensación consistente en una paga vinculada al valor de la empresa, y por último es probable que el tamaño del consejo se contraiga y aumente la representación exterior en los consejos.

En este sentido, el análisis de cómo un mecanismo de gobierno se mueve de un equilibrio a otro resulta más interesante que centrarse en las características de un determinado equilibrio, así como observar cómo las empresas se adaptan a los shocks y si existe una selección natural de la forma organizativa.

4. CONCLUSIONES

En este trabajo hemos querido demostrar la importancia que sobre el valor de la empresa tienen los cambios en la propiedad accionarial de la misma, basándonos principalmente en dos hipótesis: la hipótesis de supervisión y la hipótesis de información. La estructura de propiedad que resulta directamente de una operación de venta pública de títulos, de una oferta pública de adquisición, de una venta de un bloque accionarial, de una oferta pública de venta, o de un proceso de privatización, no sólo condiciona el precio de la operación *a priori* sino que además influye sobre los rendimientos de los títulos obtenidos *a posteriori*.

Del mismo modo, hemos considerado también otra serie de operaciones (como los splits y la recompra de acciones), que aunque su objetivo inicial no es llevar a cabo un cambio en la propiedad de la empresa, su posible incidencia sobre la estructura accionarial puede condicionar los resultados que estas operaciones ejercen sobre la empresa. En definitiva, la evidencia empírica ha puesto de manifiesto el efecto positivo que se deriva de las reestructuraciones accionariales cuando se espera una mejor supervisión y gobierno de la empresa con la nueva estructura accionarial resultante (hipótesis de supervisión).

Sin embargo, en algunas ocasiones las consecuencias que los cambios en la propiedad tienen sobre el valor de la empresa se han justificado a partir de la información privilegiada con que cuentan determinados inversores de la misma y que ocasiona no sólo un efecto informativo derivado de la estructura accionarial y del deseo a invertir en la empresa, sino que además la mayor propiedad que poseen aquellos que se considera mejor informados se ha mostrado como complemento informativo de otros anuncios que realiza la empresa dando lugar a una mayor credibilidad de éstos.

5. BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, E., y CALLEJA, A. (1995): «Privatizaciones y el sistema de la acción especial («golden share»)», *Economistas*, n.º 63, pp. 44-63.
- BAGNOLI, M., GORDON, R. (1989): «Stock repurchase as a takeover defense», *The Review of Financial Studies*, n.º 2, pp. 423-443.
- BARCLAY, M., HOLDERNESS, C. (1989): «Private benefits from control of public corporations», *Journal of Financial Economics*, n.º 25, pp. 371-395.
- BARCLAY, M., HOLDERNESS, C. (1991): «Negotiated block trades and corporate control», *Journal of Finance*, n.º 46, pp. 861-878.
- BARCLAY, M., HOLDERNESS, C. (1992): «The law and large-block trades», *Journal of Law and Economics*, n.º 35, pp. 265-294.
- BETHEL, J.; PORTER, J., y OPLER, T. (1998): «Block share Purchase and Corporate Performance», *Journal of Finance*, n.º 53, pp. 605-634.
- BOOTH, J. R., y CHUA, L. (1996): «Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing», *Journal of Financial Economics*, n.º 41, pp. 291-310.
- BRENNAN, M., y FRANKS, J. (1997): «Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of equity Securities in the U.K.», *Journal of Financial Economics*, n.º 45, pp. 391-413.
- CAKICI, N.; HESSEL, C., y TANDON, K. (1996): «Foreign acquisitions in the United States: Effect on Shareholder wealth of foreign acquiring firms», *Journal of Banking and Finance*, n.º 20, pp. 307-329.
- CLAESSENS, S. (1997): «Corporate Governance and Equity Prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics», *Journal of Finance*, n.º 52, pp. 1641-1679.
- CORNELLI, F., y LI, D. (1997): «Large shareholders, private benefits of control, and optimal schemes of privatization», *Rand Journal of Economics*, n.º 28, N.4, pp. 585-604.
- CRESPI, R., y GISPERT, C. (1999): «Block transfers. Implications for the governance of Spanish corporations», *Actas del III Foro de Finanzas de Segovia*, julio.
- CUERVO, A. (1997): «Las privatizaciones en España», *Economistas*, n.º 63, pp. 10-23.

- DANN, L. (1981): «Common Stock Repurchase: An analysis of returns to bondholders and stockholders», *Journal of Financial Economics*, n.º 9, pp. 113-138.
- DITTMAR, A. (1995): *Stock repurchase waves and the large firm effect*, University of North Carolina, Kenan-Flager School.
- DYCK, I. J. A. (1997): «Privatization in Eastern Germany: Management selection and economic transition», *American Economic Review*, n.º 87, pp. 565-597.
- ECKEL, C.; ECKEL, D., y SINGAL, V. (1997): «Privatization and efficiency: Industry effects of the sale of British Airways», *Journal of Financial Economics*, n.º 43, pp. 275-298.
- FENN, G., y LIANG, N. (1998): «Good news and bad news about share repurchase», *Finance and Economics Discussion Series*, n.º 1998-04.
- FERNÁNDEZ, P. (1992): «El mercado para el control de las empresas», *Alta Dirección*, n.º 162, pp. 47-56.
- FERNÁNDEZ BLANCO, M., y BAIXAULI, J. S. (2000): «Un análisis de las motivaciones de la inversión interempresas en el mercado continuo», *IV Foro de Finanzas de Segovia*, celebrado del 4 al 13 de julio.
- FERNÁNDEZ BLANCO, M., y GARCÍA MARTÍN, C. J. (1995): «El efecto de la publicación de una OPA sobre la rentabilidad de las acciones», *Revista Española de Economía*, n.º 12, pp. 219-240.
- FERNÁNDEZ BLANCO, M., y GARCÍA MARTÍN, C. J. (2000): «La compra de volúmenes significativos de acciones en el mercado español». *Investigaciones Económicas*, n.º XXIV (1), pp. 237-267.
- FILATOTCHEV, I. (1997): «Review Article: Privatisation and Corporate Governance in Transitional Economies», *The World Economy*, n.º 20, 4, pp. 497.
- FRANKS, J., y MAYER, C. (1996): «Hostile takeovers and the correction of managerial failure», *Journal of Financial Economics*, n.º 40, pp. 163-181.
- FRANKS, J., y MAYER, C. (1990): «Takeovers: Capital markets and corporate control: A study of France, Germany, and the U.K.», *Economic Policy: A European Forum*, n.º 10, pp. 189-231.
- GARCÍA MACHADO, J. J. (1998): «Splits sobre acciones», *Boletín Económico de ICE*, n.º 2575, pp. 2-8.
- GÓMEZ ANSÓN, S. (1997): «El mercado de control corporativo y los efectos riqueza asociados a las adquisiciones de empresas», *Tesis doctoral*, Universidad de Oviedo.
- GOODMAN, J., y LOVEMAN, G. (1992): «Privatización del sector público: ¿acierto o disparate?», *Harvard-Deusto Business Review*, n.º 50, pp. 14-24.
- HAN, K. C., y SUK, D. Y. (1998): «Insider ownership and signals: evidence from stock split announcement effects», *The Financial Review*, n.º 33, pp. 1-24.
- HERTZEL, M., y SMITH, R. (1993): «Market discounts and shareholder gains for placing equity privately», *Journal of Finance*, n.º 48, pp. 459-485.
- HINGORANI, A.; LEHN, K., y MARKHIJA, A. K. (1997): «Investor behavior in mass privatization: The case of the Czech voucher scheme», *Journal of Financial Economics*, n.º 44, pp. 349-396.

- HOLDERNESS, C., y SHEEDAN, D. (1988): «The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis», *Journal of Financial Economics*, N.20, pp. 317-346.
- JENSEN, M., y RUBACK, R. (1983): «The market for corporate control: The scientific evidence», *Journal of Financial Economics*, n.º 11, pp. 5-50.
- KIESCHNICK, R. L. (1998): «Free cash flow and stockholder gains in going private transactions revisited», *Journal of Business, Finance & Accounting*, n.º 25, pp. 187-202.
- KOLE, S., y LEHN, K. (1997): «Deregulation, the Evolution of Corporate Governance Structure, and Survival», *American Economic Review*, n.º 87, pp. 421-425.
- LEHN, K., y POULSEN, A. (1989): «Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions», *Journal of Finance*, n.º 44, pp. 771-787.
- LÓPEZ-DE-SILANES, F. (1994): *Determinants of privatization prices*, Harvard University.
- MARTIN, K., y MCCONNELL, J. (1991): «Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover», *Journal of Finance*, n.º 46, pp. 671-688.
- MEGGINSON, W.; NASH, R., y VAN RANDENBORGH, M. (1994): «The financial and operating performance of newly privatized firms», *Journal of Finance*, n.º 49, pp. 403-452.
- MELLO, A. S., y PARSONS, J. E. (1998): «Going public and the ownership structure of the firm», *Journal of Financial Economics*, n.º 49, pp. 79-109.
- MIKKELSON, W.; PARTCH, M., y SHAH, K. (1997): «Ownership and operating performance of companies that go public», *Financial Economics*, n.º 44, pp. 281-307.
- MIKKELSON, W., y RUBACK, R. S. (1985): «An empirical analysis of the interfirm equity investment process», *Journal of Financial Economics*, N.14, pp. 523-553.
- MITCHELL, M., y MULHERIM, J. (1996): «The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity», *Journal of Financial Economics*, n.º 41, pp. 193-229.
- MORK, R. A.; SHLEIFER, A., y VISHNY, R. W. (1988): «Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers». En *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, ed. A. Auerbach, University of Chicago Press, Chicago.
- MORK, R. A.; SHLEIFER, A., y VISHNY, R. W. (1989): «Alternative mechanisms of Corporate Control», *American Economic Review*, n.º 79, pp. 842-852.
- MUKHERJI, S.; KIM, Y. H., y WALKER, M. C. (1997): «The effect of stock splits on ownership structure of firms», *Journal of Corporate Finance*, n.º 3, pp. 167-188.
- PAGANO, M.; PANETTA, F., y ZINGALES, L. (1998): «Why do Companies Go Public? An Empirical Analysis», *Journal of Finance*, n.º 53, pp. 27-63.
- PEROTTI, E., y GUNAY, S. E. (1993): «The structure of privatization plans», *Financial Management*, n.º 22, pp. 84-98.
- RAJAN, R., y SERVAES, H. (1997): «Analyst Following of Initial Public Offerings», *Journal of Finance*, n.º 52, pp. 507-529.
- ROPERO, M. A. (1997): «Adquisición de acciones propias: factores explicativos para el caso español», Tesina CEMFI No. 9712.

- RYDQVIST, K., y HÖGHOLM, K. (1994): «Going public in the 1980s: Evidence from Sweden», *European Financial Management*, n.º 1, pp. 287-316.
- SEYHUN, N., y BRADLEY, M. (1997): «Corporate Bankruptcy and Insider Trading», *Journal of Business*, n.º 70, pp. 189-215.
- SINHA, S. (1991): «Share repurchase as a takeover defense», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n.º 46, pp. 233-244.
- SIVAKUMAR, K., y WAAYMIRE, G. (1994): «Insider Trading following material news events: evidence from Earnings», *Financial Management*, n.º 23, pp. 23-32.
- SMITH, C. (1986): «Investment banking and the capital acquisition process», *Journal of Financial Economics*, n.º 15, pp. 3-29.
- STOUGHTON, N. M., y ZECHNER, J. (1998): «IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, n.º 49, pp. 45-77.
- SZEWCZYK, S., y TSETSEKOS, G. (1993): «The effect of managerial ownership on stock-split induced abnormal returns», *Financial Review*, n.º 28, pp. 351-370.
- VERMAELEN, T. (1981): «Common stock repurchase and market signalling», *Journal of Financial Economics*, n.º 9, pp. 149-183.
- WOLFRAM, C. (1995): *Increase in executive pay following privatization*, MIT.
- WRUCK, K. (1989): «Equity ownership concentration and firm value: evidence from private equity financings», *Journal of Financial Economics*, n.º 23, pp. 3-28.
- YERMACK, D. (1997): «Good timing: CEO stock option awards and company news announcements», *Journal of Finance*, n.º 52, pp. 449-476.
- ZINGALES, L. (1995): «Insider Ownership and the decision to Go Public», *Review of Economic Studies*, n.º 62, pp. 425-448.